

島根県立大学 総合政策学会
『総合政策論叢』第27号抜刷
(2014年3月発行)

中国の金融情勢と バブル経済問題に関する分析

張 忠任、曹 麗娟、胡 洪曙

中国の金融情勢とバブル経済問題に関する分析

張 忠 任
曹 麗 娟
胡 洪 曙

はじめに

1. マーシャルの k の方法論と応用
 2. 中国の貨幣供給量の基本的評価
 3. 経済構造歪みによる中国のバブル形成
- むすびにかえて

はじめに

世界で注目を浴びている中国のバブル経済問題については、マネーサプライ過剰がその形成要因になると思われる。中国のマネーサプライ急増によって、バブル崩壊になるのかそれとも長期低迷になるのかと懸念されている。

このような課題を研究するためには、貨幣供給と経済成長との関係を反映できる「マーシャルの k」という概念がよく利用されている。すでに多くの研究成果が存在する。しかしながら、とくに中国のバブル経済が深刻化するにつれて、さらに議論を深めるべき課題が多数存在しているし、今後、研究を推し進めるべき領域も大きく広がっている。一方、従来の中国バブル経済に関する研究成果だけでは、マネーサプライ急増や過剰流動性に偏る観点を克服するのは容易ではない。中国のバブル経済問題を解明するためにも、多角的に研究を一層充実していくことが重要である。

本稿は、M2 でみたマーシャルの k を用いて、土地財政問題、所得分配不平等問題、貯蓄の上位集中問題などに関連して、中国の金融問題とくにバブル経済問題の分析を試みる¹⁾。

1. マーシャルの k の方法論と応用

貨幣数量説ではケンブリッジ方程式がもっとも有名なものとはいえないが、近年、マーシャルの k (Marshallian k) は貨幣供給と経済成長との関係を反映できるため、実証分析ではますます重要視されている。

ケンブリッジ方程式はマーシャルの現金残高アプローチ（現金として保有される残高は名目 GDP に比例している）によるものであるが、門下生のアーサー・セシル・ピグー (Arthur Cecil Pigou) によって、以下のような現金残高方程式 (Cash balance Equation) またはケンブリッジ方程式 (Equation of Cambridge) として定式化された。

$$M=kPY$$

ここで、M は現金残高 (=ストック) または貨幣供給量、Y は実質 GDP、P は物価水

準（通常は基準年度を1としたデフレーター）、 k は比例定数として、マーシャルの k と呼ばれるものである。

重要なのは、この k は一つのパラメータとしてフィッシャー（Irving Fisher）の交換方程式（Equation of Exchange）における V （貨幣の流通速度）の逆数に相当するだけではなく²⁾、貨幣供給量と GDP との内在的つながりを反映できるのである。したがって、統計学的发展につれて、それがますます利用されてきている。応用では、ある時点におけるマーシャルの k は、通常 $k=M/PY$ ではかるが、ある期間（例えば10年間）におけるそれを式 $\hat{M}=k_0+kPY$ で線形回帰を通じて推定することが可能である。データについて、 M は通常貨幣供給量またはマネーサプライ（Money Supply）を用いる。各国の貨幣制度が違うので、マネーサプライの統計範囲が各国共通でないなどから単純比較はできないが、大差がない。日本ならば、 $M2+CD$ を使うのに対して、中国の統計では、 $M0$ 、 $M1$ と $M2$ しかない。 PY については、一般的に名目国内総生産 GDP や名目国民総生産 GNP が利用される。

涂永紅（2008）は、1996～2005年の間には、マーシャルの k が中国では1.41、南アフリカでは0.53、ユーロ圏では2.19となることを求めて、中国の特別な輸出入構造、資本市場の開放度と人民元為替制度の下で、先進国と異なって、中国経済には国際的過剰流動性（excess liquidity）のショックを受けにくい特徴があると結論を付けた。陳昭と魏娟（2009）は、1960～2007年の間、アメリカにおけるマーシャルの k が0.48～0.63の間に起伏することを推定して、2007年までは過剰流動性が存在しないことを解明した。

坂東俊輔（1998）は、東南アジア通貨危機後、マーシャルの k を用いて、通貨危機に関して、アセアン諸国におけるマネーサプライ管理を考察した。彼は、マーシャルの k の上昇（金融深化）が、本当にアセアン諸国で貨幣経済の浸透、金融仲介の度合いの進展につながっているのかどうかを検証するため、マーシャルの k を $M1$ 、 $M2$ 双方から吟味した。さらに、貨幣の流通速度の面から金融深化を考えた。具体的に、アセアン各国の $M2$ でみたマーシャルの k は上昇している。その中でも、マレーシアは99%と、最も大きくなっている。次いでタイ、インドネシア、フィリピンの順となっているが、この順序は一人当たり GDP の大きさとほぼ対応していることから、一人当たり GDP で測った経済発展とマーシャルの k でみた金融深化とが対応していることがみとれる。さらに、各国とも $M1$ でみたマーシャルの k は、マレーシアを除き、10%前後で安定している。すなわち、マーシャルの k の上昇は、 $M1$ （現金通貨+要求払い預金）の上昇によるものではなく、定期性預金の拡大によるものである。ただし、マレーシアにおいては、金融深化について $M1$ の増加の寄与が比較的大きくなっている。

鈴木則稔（2005）は1980～1999年の日本の四半期データを用いて、日本におけるマーシャルの k と流動性の関係を考察した。

ただし、以上の研究では、マーシャルの k についての判断基準にふれていない。

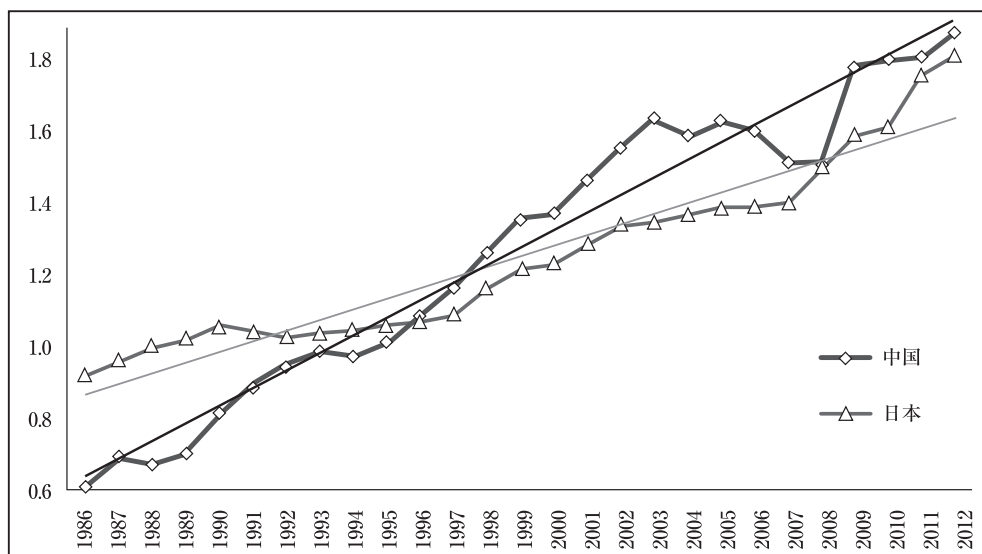
マーシャルの k の判断基準に関して、日本のバブル経済の最中、鈴木敦之（1989）は、1967～1989年のデータを用いて GNP ではかったマーシャルの k について、トレンドラインを超えるとカネ余りの状態であると定義した。つまり、マーシャルの k は、GDP に対するマネーサプライの割合を示し、その値が大きいほど、社会に多くのお金が出回っていることを意味して、現在の値が長期間のトレンドラインからどれくらい離れているかを

見ることで、貨幣供給量の過不足を判断した。本稿は、この方法を基準として以下の分析を展開しようとしている。

2. 中国の貨幣供給量の基本的評価

実証分析では、マーシャルの k は、マネーサプライの対名目 GDP 比として求められる。日本銀行のマネーサプライ統計では M2 に譲渡性預金 (CD) を加えたものであるが、中国の統計には CD の項目がないので、通常 M2 を使う。

図 1 中国と日本におけるマーシャルの k の推移



出所:『中国統計年鑑』各年版、中国国家统计局『国民経済・社会発展の統計公報 (2012年)』、および『日本の統計』各年版などより、筆者作成。

金森俊樹(2011a)は、1990～2010年のデータを用いて中国のマーシャルの k を推定した。彼は、中国では、改革開放が始まってから今日までの約30年間で、実質 GDP は年平均10%程度の成長を達成してきたが、マネーサプライ(広義)は、それを大きく上回る年平均17%以上の伸びを示してきていると指摘した。マネーサプライの名目 GDP に対する比率(マーシャルの k)は、2000年代半ば1.5～1.6と横ばいで推移した他は趨勢的に上昇しており、特にグローバル金融危機の2008年以降急上昇し、2010年には1.8(すなわち GDP の1.8倍の貨幣ストックが存在)を記録している。日米欧の同比率も、金融危機後、中央銀行が積極的にマネーを供給したため、近年上昇傾向にあるが、水準としては概ね0.6～1.0の範囲で、中国は国際的にみても突出して高い(1980年代後半の日本のバブル時は1.2程度)と指摘している。

しかし、張忠任ら(2013)は1990～2011年のデータで中国のマーシャルの k を推定したところ、トレンドラインを超えるかどうかというマーシャルの k の判断基準を用いて、金森俊樹(2011a)とは正反対の結論を得ている。中国のマーシャルの k における長期趨勢については、1997～2007年の間、いわゆる「カネ余り」の状態が続いたが、その後、

2009年にしか極小さな「カネ余り」が見られなかった。2008～2011年の4年間のデータを用いて、中国のマーシャルのkを短期的に考察しても、2009年にしか「カネ余り」が存在しないことが分かる。その後、中国のマーシャルのkが上昇して、2010年から1.80台（近年日本におけるマーシャルのkも高くなっており、2009年に1.59、2010年に1.62、2011年に1.76）になっても、貨幣供給量は中国のバブル形成の主要な要因にならないと指摘している。

そして、1986～2012年のデータで分析すると、上記の結論はさらにはっきりとする。図1に見るとおり、中国における「カネ余り」の状態が1997～2006年の間に大きく存在していたが、その後、マーシャルのkが2012年に1.88に上昇してもトレンドライン以下にあったことがわかる。つまり、中国においてはマーシャルのkが高いとはいえないだろう。

日本の場合、1980年代後半から1990年代初頭までのバブル経済の時期には³⁾、マーシャルのkが約1.0にすぎず高いとはいえないが、トレンドラインを超えたので、「カネ余り」の状態を示している。また、2009～2012年におけるマーシャルのkをみると、中国のほうが日本より高くてもトレンドライン以下にあるので、「カネ不足」の状態を示すのに対して、日本のそれが金森俊樹のいう「0.6～1.0の範囲」であって、中国より低くても、トレンドラインを超えたので、「カネ余り」の状態になっていることを意味するだろう。そして、1986～2012年の間に、回帰で求めたマーシャルのkは中国が1.85で、日本の1.90より低かったようである⁴⁾。

この点については、図2と図3をみると、日本では1996年よりGDPとM2+CDの関係は負の相関になってきたことがわかる。それは政策変更によるものと思われるが、本稿の課題ではないので、本研究では説明を省略する。

ともあれ、中国のマーシャルのkが上昇しても、貨幣の過剰供給にならないと考えている。そうすると、中国にバブル形成の要因は何であろうか。

図2 中国におけるGDPとM2の散布図
(1986～2012)

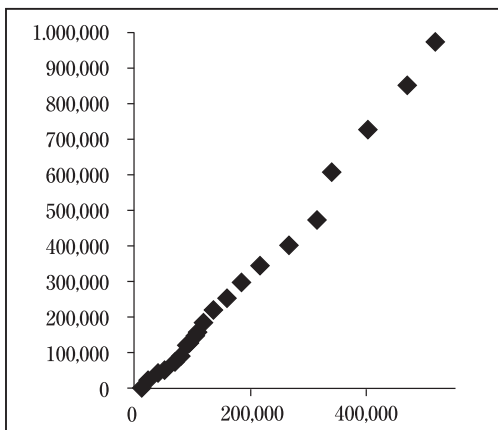
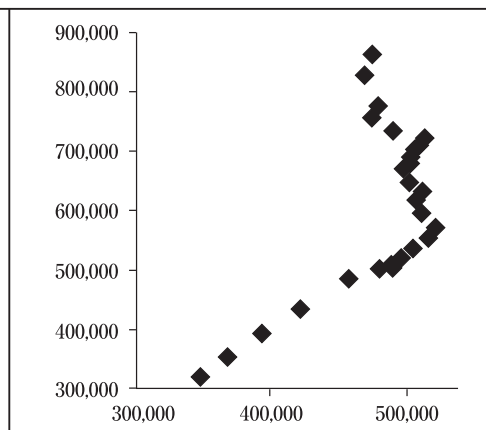


図3 日本におけるGDPとM2+CDの散布図
(1986～2012)



出所：『中国統計年鑑』（各年版）より筆者作成。出所：『日本統計年鑑』（各年版）より筆者作成。

3. 経済構造歪みによる中国のバブル形成

上述した分析のように、中国においてはマーシャルのkが高くないと評価して、つまり、「カネ余り」の状態になっていないと結論を下すならば、どうしてバブル形成されたのだろうか。

この点については、中国にはいわゆる「影の銀行システム」⁵⁾のような民間融資機構が存在するためであると思われることがある。確かに、「影の銀行システム」(Shadow Banking System)が不動産への過剰投資推進の役割を果たしたが、国の貨幣供給量に対して民間融資額がそれほど多くないので、ある局部を一時煽り立てる効果が存在しても、社会全体に影響を大きく与えないだろう。なお、不動産価格が急下落したとき、国有銀行というよりも民間融資にはリスクが大きいので⁶⁾、穴埋めする役割も果たすといえる。

中国におけるバブル形成となる資金源は、以下の2つ存在すると思われる。まず、張忠任ら(2013)が強調したとおり、中国で形成された経済バブルには、消費を大幅に圧迫するという特徴がある。1980～1989年の間には、中国の民間消費率も低かったが、ほぼ5割前後横ばいであった。1990年から45%へ低下してきており、1994～2000年には起伏があってもほぼ45%前後となって安定的に見られるが、2005年に40%台を割れ、2008年より35%へと急低下して著しく低い水準を見せている。これに対して、投資率は1981年の32.5%から2011年の48.3%に上昇している。つまり、資金は消費分野からオミットされ、投資分野へと流れたようである。これは、中国のバブル形成の主な資金源となった。

民間消費を圧迫する要因の一つは、いわゆる土地財政のことである。中国の土地は国有で、地方政府は土地譲渡を通じて財政収入を稼いでいるため、土地財政と呼ばれている。土地の買い手は主に政府系である国有企業であり、中国の銀行も国有である。地方政府の公共投資は収まらず、土地の値上げを期待する中、国有企業は貸付を受けやすいので、土地競売に高い価格で土地を入手できる。よって土地価格は高騰してきている。それに伴って、住宅価格も上昇して、バブルを形成することとなった。2010年より一連の不動産抑制政策が実施されても、土地譲渡収入の対地方歳入比が69.4%へ急躍進し、2011年には、さらに71.8%へと上昇している。

土地財政を進展する中で、2008年に世界金融危機の影響が中国に及んだ。政府より4兆元もの景気刺激策を打ち出されて、中国の固定資本投資の対GDP比は、どんどん上がってきており、2003年の40%から、2010年には70%を超えている。そして、中国の固定資本投資の中で、不動産開発投資⁷⁾の割合(不動産開発投資額/固定資本投資額)が2000年以降、ほぼ17%前後で横ばいであったが、不動産抑制政策実施中の2011年には皮肉的にも24.3%に急上昇して、バブルがさらに大きくなる可能性を示している。土地価格の高騰は住宅価格に反映して不動産投資を拡大し、バブル形成を大きく押し進めている。

次に、中国におけるバブル形成となる資金源は主に所得分配の不平等によるものである。甘犁他(2012)によると、フィールド調査で55%の家庭ではほとんど貯蓄を持たなくて、上位10%の高所得家庭では貯蓄率が60.6%で、全貯蓄額の74.9%を占め、上位5%の高所得家庭では貯蓄率が69.02%で、全貯蓄額の61.6%を占めている。つまり、財産は高所得者に集中され、地方政府は公共投資を拡大する中、不動産へのホットマネーになって、中国におけるバブル形成の資金源となっている。

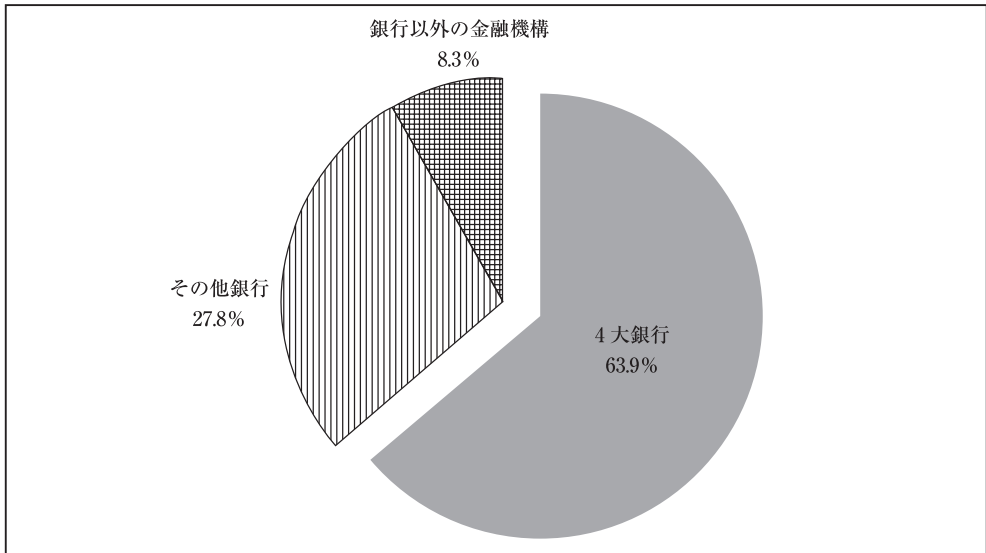
巨額の貯蓄は、中国の経済にとっては、大きな潜在的危険性を意味する。この点につい

ては、余永定（2008）は、貨幣数量説では、マネーサプライの成長率がGDPの成長率を上回った場合、その差がインフレに転嫁されると主張した。中国のマネーサプライの増加率はGDPの成長率を大幅に上回るが、貨幣数量説で予想されるような深刻なインフレは起きていない。その原因としては、貨幣が中国において単なる取引手段ではなく、価値を貯蓄する手段と考えられていることがあげられる。過去の長い間、買い換えようとする高級品もなく、購入すべき資産もなかったため、経済成長によって人々は所得を得たにもかかわらず、必要以上に貨幣を預金として蓄積していた。そのため、貨幣需要は、貨幣供給の増加に伴い自動的に拡大した。かつて中国の経済学者は、受け身的な形で増えていく預金を「かごの中の虎」と呼んだ。貨幣供給が経済成長のための必要量を超えてしまう中、このように蓄積した巨額の預金も、潜在的なインフレ圧力となる（資産価格の上昇圧力でもある）。これはいつ外に出て来てもおかしくない「かごの中の虎」である。

しかし、現在中国のバブルが大きく形成されても、「かごの中の虎」といわれる巨額貯蓄の潜在力はまだ十分に顕在化されていない。金融機構における貯蓄残高と貸出金残高の差は1995年より大きくなってきており、2000年末には24,433.3億元、2000年末には261,432.6億元へと拡大した。貸出金残高は貯蓄残高の67%となっており、年平均伸び率は31%に達する。これは、高い民間貯蓄意欲を示すと同時に、銀行などの金融機構の貸出業務の低効率をも見せる。金融機構における貯蓄残高と貸出金残高の差は引き続き拡大していくので、中国の経済にとっての潜在的危険性はまだ残っているといえる。

そして、2013年第3四半期のデータによると、2,467社の上場会社の純利益は1.7兆円であるが、そのうち、53社の金融機構は58.3%を占める。53社の金融機構の純利益では、91.7%は銀行に属するもので、また、63.9%はいわゆる「4大銀行」（工商銀行、建設銀行、農業銀行および中国銀行）によるものであることがわかる（図4）。こういう現象は非常に不自然である。銀行や金融機構は価値の創造者ではないのに、どうして半分以上の利潤をもらうのか。また、金融機構では銀行業が主導し、銀行業内では独占も確かに存在する。つまり、中国では巨額貯蓄により金融業は膨張して、市場の主役になる。日本の場合、東証1部当期純利益トップ100位（ulletデータ）を見ると、金融業は11社（うち銀行は9社）だけで、純利益に占める割合は21%だけであった。貯蓄が投資に回る効率が不動産業にあり、不動産業は金融業の貸出により進んできている。このような金融主導による経済成長は持続可能だろうか。

図4 中国の金融業の純利益における構成比



出所：Wind Datafeed Service (<http://www.wind.com.cn>) のデータより筆者作成

また、為替介入も中国のマネーサプライ増大をもたらす要因と思われる。中国では、為替の安定を維持しようとする為替介入によって売却された人民元が市中に出回ると、過剰流動性を通じ物価の上昇や国内経済の過熱を引き起こすこととなるため、中国政府は、借入手形の発行等による不胎化政策（為替市場への介入において、売却された本国通貨を国債等の発行により吸収し、為替市場介入によるマネーサプライへの影響を中立化させようとする政策）を採らざるを得ない。しかしながら、不胎化が十分でない場合にはマネーサプライが増大し、中国への投機的資金の流入が促され、更なる為替介入と不胎化の規模の拡大という悪循環を招きかねない。一方、海外からの投機的資金の流入を抑えるためには、金利を低く据え置かざるを得ない⁸⁾。確かに推測されたとおり、2007年より中国ではマネーサプライ及び銀行貸出残高は伸びが加速しており、非効率な投資を助長してきた。

つまり、中国のマーシャルのkが上昇しても、バブル形成は貨幣の過剰供給によるものではなく、民間消費の圧迫により資金が投資分野に過剰に集中されたものである。ある一部（投資分野）の貨幣の過剰供給といえるが。

なお、小関広洋（2009）がすでに指摘したように、日本や米国のバブルと共通点として、中国のバブルも不動産価格の高騰により形成されたものの、日本の場合、バブルの主役は商業用の不動産で、中国や米国のそれは住宅である。不動産バブル発生の経済環境については、日本の低成長（潜在成長率3～4%）、米国の成熟経済（潜在成長率3～4%）で生じた不動産バブルに対して、中国のほうは高度成長（潜在成長率10%）の下で形成されたのである。中国の成長率は7%台に低下しても高い成長力を維持するので、一定程度において不動産バブルを消化する可能性が強い。

むすびにかえて

本稿では、先行研究を踏まえて、M2でみたマーシャルのkを用いて、土地財政問題、

所得分配不平等問題、貯蓄の上位集中問題などを考察した上で、中国の金融問題並びにバブル経済問題を検討した。本稿を通じて明らかになった点は、およそ以下のとおりである。

中国のマーシャルのkが上昇してきており、2012年に1.88に達しているが、貨幣の過剰供給にならないといえる。

したがって、中国のバブル形成の資金源は貨幣の過剰供給ではなくて、主に消費圧迫により投資分野に流れるものである。2006年より消費から投資へと流れる資金はおよそ当該年のGDPの10～15%を占める。消費から投資へと資金をオミットするルートは、主に土地財政である。政府への土地譲渡収入の拡大は所得分配不平等を深刻化させると同時に公共投資の拡大をもたらし、所得分配の不平等は貯蓄の上位集中に反映される。それによる巨額の貯金は過剰流動性を強める潜在的危険性を持つ。

中国に形成された新型バブル⁹⁾は、中国における主要な銀行は国有であるので、破産にならないし、また現在の中国はGDP総額の40%に相当する外貨準備高と、GDP総額の30%に相当する財政規模を持っているので、不良債権が多くなっても、バブル崩壊になる可能性が薄いだらう。

しかし、軟着陸の代価としては、インフレーションと経済減速である。とくに後者は経済成長率が2012年にすでに7.8%に低下したことを示している。これからはインフレーションの発生を懸念する。

そして、金融が主導する経済構造では、減速が進むと、インフレーションは深刻化する可能性があるかと懸念される。

以上の分析を通じて、中国がバブル経済問題を解決するには、金融引き締め策の実施というよりも、土地財政や所得分配不平等などの問題の優先解決を通じた消費の拡大が有効になるだろうと考える。

注

- 1) 本稿は、平成25年度島根県立大学学長裁量経費による研究成果である。
- 2) フィッシャーの交換方程式は一般的に $MV = PT$ に表示される。ここで、Mは貨幣ストック、Vは貨幣の流通速度、Pは物価水準、Tはある期間における財・サービスの取引量である。ケンプリッジ方程式とフィッシャーの交換方程式の理論的背景を考慮しなければ、形式的に見れば、 $k=1/V$ となる。
- 3) 具体的に言えば、それは1986年（昭和61年）12月から1991年（平成3年）2月までの51か月のことである。
- 4) 回帰式については、中国：

$$M = -36421.6 + 1.85Y \quad (5.45) \quad (56.78)$$

$$r = 0.996$$
 日本（説明力がやや弱い）：

$$M = -306191.9 + 1.90Y \quad (1.30) \quad (3.87)$$

$$r = 0.612$$
- 5) 中国の影の銀行問題については、金森俊樹氏（2011b）の「中国「地下金融」が指し示す問題」（『アジアインサイト』）が詳しい。
- 6) 2011年以降、民間融資破産の新聞ニュースが続々と出てきている。
- 7) 1986年以前、不動産開発投資についての統計が存在しなかった。

- 8) 経済産業省『通商白書』(平成 19 年版)時事画報社 2007 年。第 43～48 頁を参照されたい。
9) 新型バブルという概念は張忠任(2013)をご参照ください。

参考文献

- 夏 斌、陳 道富「中国の過剰流動性に関する報告」『季刊中国資本市場研究』2007 Autumn。
金森俊樹「高いマーシャルの K が示す中国経済の問題」『アジアインサイト』(http://www.dir.co.jp/consulting/asian_insight/111003.html) 2011 年 10 月 3 日 a。
金森俊樹「中国「地下金融」が指し示す問題」『アジアインサイト』(http://www.dir.co.jp/consulting/asian_insight/111027.html) 2011 年 10 月 27 日 b。
甘 犁、尹 志超、賈 男、徐 舒、馬 双『中国家庭金融調査報告 2012』西南財大出版社 2012 年。
経済産業省『通商白書』(平成 19 年版)時事画報社 2007 年。
胡 洪曙「財産税新設による地方財源の不足額測定に関する研究」『財貿経済』、2011 年 10 月号。
小関広洋「中国の不動産市場：日本のバブルとの比較」、PIMCO “ASIAN PERSPECTIVES” 2009 年 12 月。
坂東俊輔「アセアン諸国におけるマネーサプライ管理 通貨危機に関する考察を含めて」『環太平洋ビジネス情報 RIM』No.42 (<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=15937>) 1998 年 7 月 1 日。
徐 一睿「中国の不動産バブルと土地財政」『東亜』2011 年 5 月号。
鈴木則稔「日本におけるマーシャルの k と流動性」『東京家政学院筑波女子大学紀要』第 9 集、2005 年。
鈴田敦之「5 章いったいどこにカネが余っている余ったカネはどこへ行く」『これからの日本経済』竹内 宏監修、日本実業出版社 1989 年。
張 忠任・陳 志勇「世界金融危機以降の中国経済情勢に関する分析」『北東アジア研究』第 24 号、2013 年 3 月。
陳 昭、魏 娟「マネーサプライ、流動性 k 値と経済成長——1960～2007 年の米国経済発展史に基づく分析」『国際経貿探索』(International Economics and Trade Research) 第 11 号、2009 年。
涂 永紅「世界における流動性過剰の新変化および我が国の貨幣政策に関する思考」『貨幣金融評論』第 1 号、2008 年。
余 永定「過剰流動性への理解」『国際経済評論』2007 年第 4 号。
余 永定「舵取りが難しくなるマクロ経済の運営」『季刊中国資本市場研究』2008 Winter。
頼 小瓊「経済成長と雇用成長について」『厦門大学学报(哲学社会科学版)』2001 年第 3 号、2001 年 9 月。

統計資料

- 『中国統計年鑑』各年版。
『中国統計摘要』各年版。
『中国財政年鑑』各年版。
『国民経済・社会発展の統計公報(2012 年)』。
『日本の統計』各年版。
『日本統計年鑑』各年版。
Wind Datafeed Service (<http://www.wind.com.cn/>)

キーワード：マーシャルの k 土地財政 消費 経済構造 所得分配不平等

(ZHANG Zhongren, CAO Lijuan, HU Hongshu)

